

шення і гарантувати виконання взаємних зобов'язань:

- ФФС створюється тільки після затвердження повного комплексу будівельної документації по об'єкту будівництва і отримання забудовником дозволу на будівництво.
- Виключається продаж однієї квартири декільком інвесторам. Інвестор має можливість забрати гроші назад до моменту здачі будинку в експлуатацію.
- Средства інвесторів, знаходяться на окремому, спеціально відкритому рахунку ФФС і банк-управитель не несе відповідальності за їх збереження.
- Кожен випуск облігацій Національним рейтинговим агентством присвоюється кредитний рейтинг - для цього уповноважена Державною комісією по цінним паперам і фондовому ринку рейтингове агентство вивчає діяльність компанії за останні п'ять років. Вивчається можливість забудовника виконати свої зобов'язання – оскільки у покупців немає можливості адекватно оцінити ризики, пов'язані з будівництвом, за них це робить уповноважене державою Рейтингове агентство.
- В разі якщо одна облігація відповідає одній конкретній квартирі, а не квадратному метру, повністю виключається можливість продажу однієї квартири декільком інвесторам.
- Кожен випуск облігацій реєструється Державною комісією по цінним паперам і фондовому ринку.

Таким чином, вкладення в кримську нерухомість, незважаючи на прогнози щодо кризи ринку нерухомості в цілому, все ще залишаються найбільш безризиковими вкладеннями (при рівні інфляційних очікувань), незважаючи на те, що при терміновій необхідності її реалізація буде втраченою вартості порядку 10–30%, в залежності від терміну реалізації, наприклад, через фонди фінансування будівництва (ФФС). Також під нерухомість банки охоче дають кредити, хоча і оцінюють заложену нерухомість по вартості максимально швидкої реалізації від 50 до 75%. З цього випливає, що вкладення грошей в будівництво нерухомості досить вигідне інвестування грошей.

На основі вище викладеного можна сказати, що потенційними покупцями, житловою нерухомістю в курортній зоні АР Крим, можуть стати: інвестори - юридичні та фізичні особи (резиденти та не резиденти): мета - придбання житла з метою подальшої перепродажі; фізичні особи (резиденти та не резиденти): мета - придбання житла для подальшої здачі житла в оренду; фізичні особи (резиденти та не резиденти): мета - придбання житла для особистого сезонного відпочинку; фізичні особи, середнього класу: мета - придбання житла для особистого проживання (квартири можуть придбуватися як особисто, так і, наприклад, державою для своїх військових пенсіонерів і т.д.); держава, шляхом укладання договорів з забудовниками, для надання житла військовослужбовцям і працівникам правоохоронних органів, а також пенсіонерам даних служб.

Істочники і література

1. Большой коммерческий словарь / Под ред. Т.Ф. Рябовой. – М., 1996.
2. Завора Т.М. Становлення ринку житла на загальнодержавному та регіональному рівнях в Україні // Фінанси України. – 2007. – № 1. – С. 87–95.
3. Кравченко В.І. Паливода К.В. Фінансування будівництва житла: Новітні тенденції. – К: Вид. Дім «Києво-Могилянська академія» 2006. – 131 с. (ч.2)
4. Козлова О., Глушков А. Інвестиції в нерухомість в умовах ринкової економіки // Маркетинг. – № 6 (91). – 2006. – С. 104–113.
5. Райзберг Б.А., Лозовський Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. – М., 2006.
6. Ринок житла Автономної республіки Крим у 2006 році. Статистичний збірник / Державний комітет статистики України. Головне управління статистики в Автономній республіці Крим; За редакцією О.І. Пітюренко; Відповідальний за випуск О.Г. Колебаєва. – Сімферополь, 2007. – 72 с.

Гордієнко Н.І., Чалий І.Г.

ПРОБЛЕМИ ІНВЕСТУВАННЯ ЖИТЛОВОГО БУДІВНИЦТВА З ВИКОРИСТАННЯМ ДОВІРЧИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

За даними, оприлюдненими на сайті Держкомфінпослуг, станом на лютий 2007 року, шість товариств отримали дозвіл на право здійснення емісії сертифікатів фондів операцій з нерухомістю (ФОН): «Нова фінансова компанія», «Панта рей капітал», «Комфорт-Інвест», «Пауер ріелті інвестментс», «Майстер Фінанс», та «Житлобуд Інвест».

Вітчизняні економісти, аналізуючи специфіку діяльності управителя ФОН підкреслюють: «ФОН-по суті, галузеві інвестфонди, що спеціалізуються на отриманні доходу від операцій з нерухомістю» [1, с.21].

Експерти впевнено проводять аналогії між сертифікатами ФОН та інвестиційними сертифікатами, емітованими компанією з управління активами паєвого інвестиційного фонду [2, с.228]. Тут буде доречно відмітити, що українські правники наводять такі інвестиційні компанії як класичний зразок використання **грошових** коштів в управлінських відносинах:

«Прикладом управління грошовими коштами є діяльність з управління активами або коштами спільного інвестування згідно з Законом про інститути спільного інвестування» [3, с.651].

Отже, можна зробити висновок, що запровадження в сферу управління **грошима** в будівництві житла

цінних паперів є гармонійним з точки зору правової виваженості.

Беручи до уваги те, що регламент таких фондів, як фонди фінансування будівництва (ФФБ) та ФОН встановлений єдиним Законом, треба зазначити, що, не зважаючи на безсумнівну спорідненість цих утворень, в них є одна принципова відмінність: довірители, які купують сертифікати ФОН не ставлять собі на меті отримати житло. Інвестори, що володіють сертифікатами ФОН прагнуть отримати прибуток від своїх вкладень. Отже управитель ФОН, дійсно, є інвестиційною установою в традиційному розумінні, що в своїй діяльності підкорюється загальній теорії «кондуїту»[†], згідно з якою «інвестиційна компанія діє виключно як трубопровід, через котрий течуть гроші інвесторів» [4, р. 488].

Цікаво, що в світовій практиці для управителя ФОН можна знайти різні аналоги установ, які оперують з коштами, залученими в управління з інвестиційною метою. За різними ознаками, які властиві діяльності управителя ФОН, та з огляду на специфіку обігу ФОН-сертифікатів, зумовлену Законом про управління майном в будівництві, можна знайти спільні риси у діяльності цих фондів, перш за все, з такими міжнародно відомими установами, як закриті (close-end) інвесткомпанії, та взаємні фонди (mutual fund), що інколи іменуються відкритими інвесткомпаніями (open-end investment companies).

Проводячи паралелі зі світовими традиціями спільного інвестування коштів, у відношенні до діяльності управителів ФОН, не можна не згадати і про інші інвестиційні заклади.

За українським законодавством, сегмент інвестування ресурсів ФОН вельми обмежений, а відтак, за характером вони є близькими до таких консервативних інвестиційних компаній США, як пайові інвестиційні трасти (Unit Investment Trust), що вкладають кошти у фіксовані активи, емітуючи викупні трастові сертифікати (redeemable trust certificates).

В американській практиці існують й галузеві аналоги управителів ФОН. Це Трасти інвестиційної нерухомості (Real Estate Investment Trust - REIT), які інвестують кошти в нерухомість та іпотечне кредитування, та, на думку, спеціалістів є подібними до закритих інвесткомпаній [5, р.92]. З огляду на те, що управитель ФОН має інвестувати кошти **безпосередньо** в нерухомість, він більше схожий на той різновид REIT, який називають справедливим трастом (equity trust).

До січня 2006 року стаття 40 Закону «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» (далі – Закон) передбачала наступну норму:

«Первинний продаж сертифікатів ФОН емітент може здійснювати самостійно шляхом проведення **відкритої** підписки на сертифікати ФОН або через торговців цінними паперами, з яким емітент уклав договори.

Сертифікати ФОН підлягають **вільному обігу**»

Згодом, положення про вільний обіг було з Закону вилучено, а абзац перший статті 40 було викладено в такій редакції:

«Розміщення сертифікатів здійснюється шляхом **відкритого або закритого** продажу.»

Після цього розпочалося активне і широкомасштабне інвестування в ФОН коштів, що належать великим вкладникам, які віддають перевагу закритому розміщенню сертифікатів.

Збільшення обсягів інвестування є загалом позитивним явищем. Але зростання обсягів інвестування ФОН за рахунок надходжень від власників великих пакетів сертифікатів, може мати не тільки добрі наслідки для ринку житла. Досвід США, наприклад, засвідчив наявність тривожної тенденції. З деякими дослідженнями поява великих вкладників в закритих інвесткомпанях призводить до зменшення вартості активів фондів (6, р.613).

Вартість ФОН є одним з найвизначніших індикаторів успішності діяльності управителя.

Тридцять третя стаття Закону прив'язує винагороду управителя ФОН до показника чистих активів:

«За здійснення управління ФОН управитель отримує винагороду. Винагорода управителя встановлюється у співвідношенні до вартості чистих активів ФОН та самостійно утримується управителем за рахунок ФОН відповідно до Правил ФОН.»

Крім того, вартість чистих активів має критичне значення з точки зору ідентифікації збитків довіритель, та й взагалі існування ФОН. Адже стаття 29 Закону встановлює такі правила:

«Згідно з Правилами ФОН управитель несе відповідальність за збитки, завдані власникам сертифікатів його діями або бездіяльністю.

Збитки, завдані власникам сертифікатів ФОН діями або бездіяльністю управителя, - це зниження вартості чистих активів ФОН у розрахунку на один сертифікат ФОН, порівняно з ціною первинного розміщення цих сертифікатів. Управитель може прийняти рішення про припинення функціонування ФОН та викуп сертифікатів такого ФОН, якщо протягом року відбулося зниження вартості чистих активів ФОН у розрахунку на один сертифікат ФОН, порівняно з ціною первинного розміщення цих сертифікатів на величину, розмір якої визначений Правилами ФОН.»

В статті 37 Закону чисті активи визначено наступним чином:

«Чисті активи ФОН – кошти, розмір яких дорівнює різниці між **вартістю майна** ФОН та вартістю зобов'язань, що виникли внаслідок управління ФОН. Вартість чистих активів ФОН визначається на кінець робочого дня, що передує дню, коли буде проводитися розміщення або викуп сертифікатів ФОН, але не рідше ніж раз на квартал. Вартість чистих активів ФОН **визначається управителем відповідно до Правил ФОН.**»

[†] «Кондуїт» від англ. «conduit» – трубопровід.

Як бачимо Закон надає управителю цілковиту самостійність у визначенні системи обрахунку чистих активів. Ключовим показником, необхідним для розрахунку чистих активів ФОН є вартість майна.

Проте, будь-якому майну властиво мати кілька вартостей. І якщо мова йтиме про нерухомість, а подекуди і про об'єкти незавершеного будівництва, питання про вартість такого майна стає надзвичайно дискусійним.

Закон не уточнює, яку саме вартість майна слід враховувати при визначенні чистих активів ФОН.

На наш погляд тут доречно використовувати дві аналогії, доступні в національному законодавстві:

1) алгоритм корпоративного розрахунку чистих активів акціонерних товариств, передбачений Методичними рекомендаціями, що затверджені рішенням ДКЦПФР від 17.11.2004р. №485,

2) механізм оцінки вартості чистих активів інвестиційних фондів, затверджений рішенням ДКЦПФР від 18.03.2002р. №104.

Деякі фахівці вважають, що управителі можуть використовувати, як перший, так і другий механізм визначення чистих активів «з однаковим ступенем доречності» [7, с.27].

Головна відмінність між вказаними алгоритмами полягає в наступному: оцінка чистих активів інвестиційних фондів базується на ринковій вартості активів, тоді як за основу розрахунку чистих активів акціонерних товариств беруться дані бухгалтерського балансу.

Відтак, при використанні першого алгоритму, оцінка чистих активів ФОН базуватиметься на їхній історичній вартості, а при застосуванні другого методу – на ринковій вартості ресурсів, що знаходяться в розпорядженні фонду.

Крім того, різним є і склад зобов'язань. Оцінка чистих активів за інвестиційною методикою не розглядає в якості зобов'язань такі статті звітності управителя, як доходи майбутніх періодів та залучені кошти цільового фінансування.

Зрозуміло, що за вказаних обставин, і при збереженні тенденції динамічного зростання цін на нерухомість, другий алгоритм даватиме ліпші результати розрахунку чистих активів.

У виборі алгоритму обрахунку чистих активів може братися до уваги і інше міркування: ринкова оцінка вартості має спиратися на експертні оцінки, і якщо мова йде про відкритий ФОН, то такі оцінки мають отримати авторитетне підтвердження достовірності. Отже, мова може йти про залучення оцінщиків, послуги яких підвищують видатки на утримання ФОН.

З іншого боку, використання першого механізму повністю знімає цю проблему, оскільки для розрахунку використовуються готові дані звичайного фінансового обліку управителя.

Цікаво, що в питанні чистих активів, Держкомфінполсуг лише обмежилася посиланням на компетенцію ДКЦПФР (лист Держкомфінполсуг від 11.11.04 р. №1123/11-11). А ДКЦПФР у своїх коментарях цієї проблеми неодноразово посилалася на те, що Закон «Про бухгалтерський облік і фінансову звітність в Україні» та стандарти бухобліку призначені тільки для бухгалтерських цілей (листи ДКЦПФР від 02.11.04 р. №07/04/14070, та від 03.11.04 р. №07/04/14181).

В роз'ясненнях, наданих ДКЦПФР листом від 06.01.2005р. №07/04/224 було розглянуто проблему визначення власного капіталу за даними балансу. При цьому ДКЦПФР послалася на Методичні рекомендації щодо ведення управителями бухгалтерського обліку. Отже, пріоритет бухгалтерських даних стає доволі очевидним.

Треба зазначити, що за Законом «Про бухгалтерський облік і фінансову звітність в Україні» та П(С)БУ 2 «Баланс», суб'єктом складання фінансового звіту взагалі, і балансу зокрема, є юридична особа. ФОН не є юридичною особою. В листі Держкомфінполсуг від 14.07.2004р. №3619/11-6 спеціально наголошувалось, що управитель ФОН має вести облік з дотриманням загальних вимог П(С)БУ 2.

З цього випливає висновок, що навіть, коли Правила ФОН передбачатимуть, наприклад, розрахунок чистих активів за бухгалтерською оцінкою, управитель змушений буде внутрішньо відокремлювати так звані суббаланси (так іменують окремі баланси ФОН деякі економісти – 7, с.27) від загальних звітів управителя. Можна припустити, що такий суббаланс називається «окремим балансом» у розумінні статті 1030 Цивільного кодексу, а стаття 30 Закону про управління майном в будівництві називає такий документ «балансом фонду».

Зауважимо, що у разі подання довірителям управителем ФОН відокремлених суббалансів, такі звіти перебуватимуть поза межами суто бухгалтерської стандартизації. Лист Мінфіну від 12.06.2007р. № 31-34000-30/23-3980/4421 наголошує, що Закон «Про бухгалтерський облік і фінансову звітність в Україні» не регулює «певні особливості подання іншої звітності ніж фінансова».

На наш погляд, при виборі механізму обчислення чистих активів слід брати до уваги і ту особливість сертифікатів ФОН, на яку звертають увагу спеціалісти з цінних паперів: «сертифікати ФОН <...> не дають права власності на статутний фонд (капітал) юридичної особи або його частку (пай)» [2, с.228]. Таке міркування може бути вагомим аргументом для застосування в практиці управителя ФОН не корпоративного алгоритму, властивого оцінці чистих активів акціонерного товариства, а інвестиційної методики, що орієнтується на ринкову вартість активів.

Доцільно звернути увагу на ще одну особливість.

Якщо виходити з того, що головну відмінність між двома методами спричиняє вартість нерухомості, яка відображається в «балансі фонду», то така різниця зумовлена чинними стандартами обліку.

Проте, слід враховувати і перспективи української стандартизації обліку.

Як відомо, відповідно до статті 1 Закону «Про бухгалтерський облік і фінансову звітність в Україні», національні стандарти обліку базуються на міжнародних стандартах обліку. Міжнародний стандарт 40 «Інвестиційна нерухомість» передбачає можливість оцінки такої нерухомості за справедливою вартістю, яка

дуже близька ринковій вартості.

Параграф 5 МСБУ 40 визначає інвестиційну нерухомість наступним чином: «Інвестиційна нерухомість – нерухомість (земля чи будівля, або частина будівлі, або їх поєднання), утримувана (власником або орендарем згідно з угодою про фінансову оренду) з метою отримання орендних платежів або збільшення вартості капіталу чи для досягнення обох цілей, а не для

– використання у виробництві чи постачанні товарів, при наданні послуг чи для адміністративних цілей або

– продажу в звичайному ході діяльності»

Не важко помітити, що за певних обставин, нерухомість ФОН може задовольняти викладеним критеріями. Це значить, що з позицій МСБУ управителі можуть оцінювати в бухгалтерських балансах інвестиційну нерухомість за ринковими цінами.

Поки що Міністерство фінансів не затвердило національний стандарт стосовно інвестиційної нерухомості. Але за деякими ознаками прийняття цього стандарту – справа найближчою перспективи. А сама категорія вже згадується в чинних стандартах. Скажімо, в Додатку 1 до Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 31 "Фінансові витрати" для цілей цього стандарту інвестиційна нерухомість характеризується як «будівля, яка потребує добудови, реконструкції, реставрації та іншого поліпшення».

В цьому контексті, доречно звернути увагу на те, що перша редакція Методичних рекомендацій з бухгалтерського обліку передбачала відображення управителем ФОН доходу від реалізації нерухомості, зведеної коштом довірителів, на рахунок 733 «Інші доходи від фінансових операцій». Крім того, в тій же редакції була передбачена дооцінка такої нерухомості, сума якої відображалася також на рахунок 733.

Отже, фактично Держкомфінпослуг, наводячи таку кореспонденцію, визнавала інвестиційно-фінансовий статус нерухомості, якою оперує управитель ФОН. Щоправда згодом Держкомфінпослуг докорінно змінила своє ставлення до ідентифікації цих операцій. В нинішньому тексті Методичних рекомендацій згадані операції відсутні.

Так чи інакше, але, враховуючи зв'язок винагороди управителя з розміром чистих активів ФОН, слід визнати, що обрахунок цього показника є надзвичайно вразливим місцем ФОН-системи. Довірителям доводиться багато в чому покладатися на добросовісність управителів. Аналітики вважають, що професійність управителя є однією з переваг системи управління інвестиційними коштами [4, р.503].

Що стосується розміру винагороди управителя ФОН, то про вітчизняні традиції казати ще рано, а от, скажімо, державне регулювання в США наполягає на тому, щоби винагорода не перевищувала 0,75% від вартості чистих активів, з додаванням ще 0,25% на послуги посередників. Комісія з цінних паперів США встановлює максимум винагороди управителя з урахуванням всіх адміністративних та рекламних витрат в 8,5 % [8, р.202].

Схожа практика державного регулювання формується і в Україні. Наприклад, в Положенні про винагороду за надання послуг з управління активами недержавного пенсійного фонду, затверджені рішенням ДКЦПФР від 11 серпня 2004 р. N 335 зазначено:

«Сумарний розмір винагороди, сплаченої за рахунок пенсійних активів особам, які здійснюють управління активами пенсійного фонду, не може перевищувати 0,35 % від середньоарифметичного значення чистої вартості активів пенсійного фонду на місяць, або 4,2 % на рік».

Втім наразі в Україні не запроваджено державних обмежень щодо винагороди управителя. Таким чином інвестори-довірителі залишаються сам на сам з управителем ФОН, який формує Правила ФОН самостійно.

Висновки

Враховуючи досвід країн з розвинутою інвестиційною інфраструктурою, видається доцільним удосконалити українське законодавство, прямо визначивши в Законі або відповідних підзаконних актах:

- базу оцінки активів ФОН, що має використовуватися при розрахунку показника чистих активів фонду,
- можливість подання балансів окремих фондів, що повинні складатися управителем за тими ж правилами, за якими складаються баланси юридичних осіб,
- обмеження щодо розміру винагороди управителя ФОН.

Джерела та література

1. Фінансово-кредитна механіка будівництва – 2004, або пастка для забудовника. Т.Момот// Все про бухгалтерський облік. – №20. – 2004.
2. Учет сертификатов ФОН у их владельцев. Е.Кушина. Ценные бумаги: учетная инструкция для инвестора. Сборник систематизированного законодательства. Выпуск 11// Блиц-Информ. – Ноябрь. – 2006.
3. Цивільний кодекс України. Науково-практичний коментар. – К.: Істина. 2004.
4. Introduction to Investments. Naim Levy. South-Western College Publishing. – Cincinnati, Ohio. – 1996.
5. Essentials of Investments. Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus. –Irwin/McGraw-Hill. – 1998.
6. Financial Markets and Corporate Strategy. Mark Grinblatt, Sheridan Titman. – Irwin/McGraw-Hill. – 1998.
7. Чисті активи ФОНу: свобода вибору. Т.Момот// Дебет-кредит. – № 16. – 2005.
8. Modern Financial Intermediaries and Markets. Nasser Arshadi, Gordon V.Karels. Prentice Hall, 1997.